

Macro Weekly

Han de Jong, Chief Economist

Tel: 020 628 4201 / han.de.jong@nl.abnamro.com

Lagarde, Johnson en Trump

- ▶ **Lagarde voelt zich op haar gemak en zinspeelt op stabilisatie**
- ▶ **Johnson behaalt ruime meerderheid, brexit komt eraan**
- ▶ **VS en China sluiten 'Fase 1'-handelsakkoord**
- ▶ **Verbeterende conjunctuurindicatoren duiden op een sterker 2020**
- ▶ **Afscheid**

Christine Lagarde voelde zich op haar gemak in haar nieuwe functie als president van de Europese Centrale Bank (ECB). Niemand had verwacht dat ze het monetaire beleid van de ECB meteen zou wijzigen, maar iedereen was wel benieuwd naar haar optreden tijdens de persconferentie na afloop van de eerste vergadering van de Raad van Bestuur onder haar leiding. Het ging haar goed af, zeg maar gerust heel goed. De ECB gaat haar monetaire beleid herzien. De uitkomst van dit proces kan nog wel een jaar op zich laten wachten, maar daar is niets mis mee.

Een opmerkelijk zinsnede in de toelichting van Lagarde was dat de risico's voor de economische groei "iets minder prominent" zijn. Deze formulering is anders dan we van haar voorganger gewend waren. Lagarde zei ook dat analisten niet alles dat ze zegt op een goudschaaltje moeten wegen, en waarschuwde dat men bij de interpretatie van haar woorden niet te ver moet doorschieten. Ik moet dus voorzichtig zijn met wat ik zeg. Misschien heeft Lagarde een beginnersfout gemaakt door zich, mogelijk bij toeval, over de economische vooruitzichten iets optimistischer dan haar voorganger uit te laten. Maar misschien was dat helemaal niet de strekking van haar woorden. Ik kan me nog herinneren dat Ben Bernanke tijdens een diner kort na zijn aantreden als Fed-voorzitter iets terloops tegen een journalist zei. Deze opmerking haalde echter de krantenkoppen en leidde tot volatiliteit op de financiële markten. Op het risico af dat ik de woorden van Lagarde overinterpreteer, denk ik dat zij gelijk heeft. De economie van de eurozone is duidelijk afgezwakt en een spectaculair aantrekkende groei is onwaarschijnlijk, zeker op de korte termijn. Dat neemt niet weg dat diverse conjunctuurindicatoren aan de betere hand zijn, en niet alleen in de eurozone. Het is allemaal nog pril en kwetsbaar, maar de verbetering manifesteert zich in een voldoende breed spectrum van landen en indicatoren om de verwachting te rechtvaardigen dat in de loop van volgend jaar de economie aantrekt. De mening dat de wereldeconomie, en dus ook de economie van de eurozone, volgend jaar in de lift zit, is bovendien eenvoudig met goede argumenten te onderbouwen. Ik heb dit drie weken geleden al gedaan ([Weekly van 25 november – Meer goed dan slecht nieuws](#)).

Brexit komt eraan

De Conservatieve Partij heeft de algemene verkiezingen in het Verenigd Koninkrijk (VK) met een ruime meerderheid gewonnen. Dit is een teleurstelling voor al degenen die hoopten dat er een tweede referendum zou komen en dat het VK uiteindelijk toch in de Europese Unie (EU) zou blijven. De uitslag zorgt in ieder geval voor duidelijkheid: brexit is brexit. Onder leiding van Boris Johnson stapt het VK uit de EU. Officieel eind januari maar mogelijk al eerder. De feitelijke

uittredingsdatum is niet echt van belang. In de transitieperiode die dan ingaat, verandert er in de praktijk nog niets. De transitieperiode loopt op grond van de uittredingsovereenkomst tot eind 2020, maar kan worden verlengd. In deze periode moeten de details van de nieuwe economische relatie van het VK met de EU worden uitgewerkt. Een onderhandelingsperiode van één jaar lijkt aan de krappe kant om tot een alomvattend akkoord te komen. Omdat niemand er belang bij heeft dat het VK zonder een akkoord uit de EU stapt, ligt het in de lijn der verwachting dat de transitieperiode, indien noodzakelijk, wordt verlengd. Een interessant aspect van de verkiezingsuitslag is dat de meerderheid van de Conservatieven zo groot is dat de premier niet afhankelijk is van de felste brexiteers. Dit opent de mogelijkheid dat de nieuwe regeling in feite een relatief zachte brexit vormt. Het wordt tijd dat de premier zijn oor te luisteren legt bij het bedrijfsleven. Een belangrijke onbekende factor is het grote aantal nieuwe parlementsleden van de Conservatieve Partij.

Eerste deelakkoord in handelsconflict tussen VS en China

De VS en China hebben een zogeheten 'Fase 1'-akkoord bereikt. De overeenkomst moet nog in wetgeving worden omgezet. We zijn er dus nog niet, maar een eerste stap is wel gezet. China heeft toegezegd de aankoop van Amerikaanse landbouwproducten aanzienlijk op te voeren. Het is nog afwachten hoe dit uitpakt. Door de varkensgriep is het aantal varkens immers sterk afgenomen, en ik schat in dat China dus veel minder varkensvoer nodig heeft. Daarnaast gaat China meer maatregelen nemen om de diefstal van intellectuele eigendomsrechten van Amerikaanse ondernemingen te voorkomen. De Amerikanen van hun kant hebben afgezien van de heffingen die op 15 december zouden zijn ingegaan. Verder zou er al worden gesproken over de mogelijkheid om reeds ingevoerde heffingen te verlagen. Vanuit de hoek van zowel Republikeinen als Democraten klinkt er echter kritiek door dat president Trump een sterk drukmiddel uit handen geeft als hij instemt met verlaging van de tarieven. Dat er nu een eerste deelakkoord is gesloten, is echter goed nieuws, want het vermindert de onzekerheid. Een verlaging van bestaande tarieven zou naar mijn mening een bonus voor de wereldeconomie zijn. Veel commentatoren beweren dat de onzekerheid belangrijker is dan de tarieven zelf zijn. Dit is mogelijk, maar het wil niet zeggen dat de tarieven op zich niet schadelijk zouden zijn.

Cijfers schetsen een positief beeld

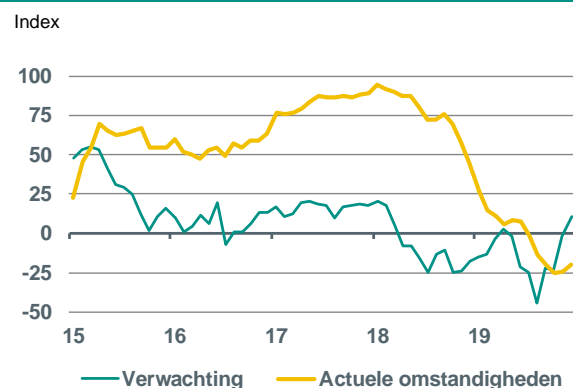
Recent gepubliceerde cijfers bevestigen de visie dat de wereldeconomie zwak is maar in de loop van 2020 aan kracht wint. De industriële productie in de eurozone kromp in oktober met 0,5% m-o-m en 2,2% j-o-j, na een daling van 0,1% m-o-m en 1,8% j-o-j in september. Deze cijfers kwamen niet als een verrassing, want diverse landen hadden al eerder nationale cijfers bekendgemaakt, waarbij vooral de Duitse cijfers zwak waren. De daling van 2,2% j-o-j in oktober loopt overigens niet uit de pas met de trend van de afgelopen maanden.

Eurozone: industriële productie



Bron: Bloomberg

Duitsland: ZEW-index



Bron: Bloomberg

Uit de ZEW-index die het vertrouwen onder analisten meet, komt een positiever beeld naar voren. Deze index liet voor de eurozone een verbetering zien van -1,0 in november naar +11,2 in december. Hiermee werd de opgaande lijn die sinds september zichtbaar is, verder doorgetrokken. De index heeft nu de hoogste stand sinds begin 2018 bereikt. De verwachtingencomponent van de ZEW-index voor Duitsland maakte een vergelijkbare sprong: van -2,1 naar 10,7. De component 'huidige situatie' verbeterde ook, maar veel minder sterk: van -24,7 naar -19,9. Het verschil tussen beide componenten onderstreept dat de actuele economische situatie nog steeds precair is, maar dat de lucht opklaart.

Een andere belangrijke positieve ontwikkeling in Duitsland betreft de cijfers voor de buitenlandse handel in oktober. De waarde van de uitvoer steeg, na een groei van 1,5% m-o-m in september, met 1,2% m-o-m in oktober. De waarde van de invoer bleef gelijk. De uitvoerstijging bedroeg in oktober op jaarbasis 2,0% en was al langere tijd niet meer zo sterk geweest. In reële termen was de uitvoer 1,3% m-o-m hoger in zowel oktober als september en nam de invoer toe met 0,2% m-o-m in oktober en 0,5% m-o-m in september. Goed nieuws, want de Duitse economie is gezien haar relatief open karakter heel sterk afhankelijk van de uitvoer. Het verschil in groeitempo tussen de uitvoer en de invoer is ook relevant voor de bbp-groei. Omdat de uitvoer sneller stijgt dan de invoer (en bovendien vanaf een hogere basis), zal dit steun aan de totale bbp-groei bieden. De totale groei zal als gevolg van een mogelijk afzwakkende binnenlandse vraag naar verwachting niet sterk zijn, maar beweegt zich in ieder geval wel in een gunstigere richting. In het derde kwartaal drukte de internationale handel de groei van het Duitse bbp nog met 0,1%. De totale bbp-groei van Duitsland in het derde kwartaal werd bevestigd op +0,2% k-o-k. Het verrassende element was de sterke bijdrage van 0,3% van de particuliere consumptie. Een terugval van deze bijdrage in het vierde kwartaal behoort tot de mogelijkheden, maar dit wordt dan mogelijk enigszins gecompenseerd door een hogere bijdrage van de netto-export.

Aziatische handelscijfers zijn ook hoopvol

De Chinese handelscijfers verbeteren eveneens, zij het vanaf een lager niveau. Ik kijk vooral naar de Chinese invoer, omdat de stijging hiervan illustratief is voor de groeikansen voor andere landen. De invoer (in USD) was in november 0,3% j-o-j hoger. Dit lijkt niet veel, maar markeert wel een trendbreak: afgezien van een nu vreemd lijkende opleving in april was de invoer jaar-op-jaar al twaalf maanden gedaald. Het cijfer voor november was aanzienlijk beter dan de -6,4% voor oktober. Bij de interpretatie is voorzichtigheid echter op zijn plaats, want dit cijfer is heel volatiel. China is bovendien een strategische koper van grondstoffen en lijkt sinds kort olievoorraden op te bouwen. Dit kan de invoercijfers hebben opgedreven, zodat november wellicht een geflatteerd beeld geeft. Uit een geografische analyse blijkt echter dat de invoer uit bijna alle landen is toegenomen. De invoer uit Taiwan en de ASEAN-landen in het bijzonder is sterk gestegen. Eén maand is nog geen trend, maar de cijfers stemmen hoopvol en passen in het totaalbeeld.

China: invoer



Bron: Bloomberg

Taiwan: uitvoer



Bron: Bloomberg

Het Taiwanese uitvoercijfer voor november was sterk: +3,3% j-o-j na -1,5% j-o-j in oktober. China is voor Taiwan een belangrijke exportbestemming: van de totale uitvoer van Taiwan gaat 30% naar China (inclusief Hongkong is dit zelfs 42%). Volgens het Taiwanese bureau voor de statistiek nam de uitvoer naar China & Hongkong toe met 8,0% j-o-j, de grootste stijging in lange tijd. Dit is mogelijk deels te danken aan een basiseffect, maar toch...

Afscheid

Dit is de laatste Macro Weekly die ik als Chief Economist van ABN AMRO schrijf. Ik heb meer dan 15 jaar een wekelijks economisch commentaar geschreven, maar eind dit jaar zet ik een punt achter mijn carrière bij de bank. In totaal ben ik zo'n 31 jaar bij ABN AMRO werkzaam geweest, slechts onderbroken door een periode van vier jaar als Chief Economist bij Goodbody Stockbrokers in Dublin. Ik kijk terug op een fantastische tijd bij de bank en ik heb altijd met veel plezier deze Macro Weekly geschreven. Ik bedank alle lezers en hoop dat zij iets aan mijn beschouwingen hebben gehad. Mijn dank gaat hierbij vooral uit naar lezers die op mijn artikelen hebben gereageerd, vragen hebben gesteld, hun eigen commentaar hebben ingestuurd of kritiek hebben geuit. Een bijzonder woord van dank wil ik graag richten aan Wilma Schelvis, mijn steun en toeverlaat die me altijd meer werk uit handen heeft genomen dan ik mocht verwachten.

Sandra Philippen volgt mij op (ze is de facto al sinds 1 december Chief Economist). Zij zal de traditie van een wekelijks commentaar voortzetten. Ik ga overigens nog niet op mijn lauweren rusten, maar blijf als onafhankelijk econoom analyses uitvoeren en commentaren schrijven. Hiermee hoop ik in januari een begin te maken. Geïnteresseerden kunnen straks terecht op www.CrystalClearEconomics.nl maar aan deze website wordt nu nog gewerkt.

Mede namens alle medewerkers van het Economisch Bureau wens ik alle lezers fijne feestdagen en een gezond en voorspoedig 2020!

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2018	2019e	2020e	2021e	3M interbank rente	06/12/2019	13/12/2019	+3M	2020e	2021e
Verenigde Staten	2.9	2.2	1.3	2.0	Verenigde Staten	1.89	1.90	1.70	1.43	1.43
Eurozone	1.9	1.0	0.8	1.3	Eurozone	-0.39	-0.40	-0.42	-0.55	-0.50
Japan	0.3	1.0	0.4	1.0	Japan	0.07	0.07	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.4	1.2	1.2	2.0	Verenigd Koninkrijk	0.78	0.80	0.80	0.80	0.80
China	6.6	6.2	5.8	5.6						
Nederland	2.5	1.7	0.9	1.2						
Inflatie (%)	2018	2019e	2020e	2021e	10j-rente	06/12/2019	13/12/2019	+3M	2020e	2021e
Verenigde Staten	2.4	1.8	1.9	1.9	VS Treasury	1.84	1.82	1.70	1.90	1.90
Eurozone	1.7	1.0	0.8	1.0	Duitse Bund	-0.29	-0.29	-0.40	-0.40	-0.40
Japan	0.9	1.1	1.6	1.0	Japans overheidspapier	-0.01	-0.02	-0.10	0.00	0.00
Verenigd Koninkrijk	2.5	1.8	1.7	2.0	VK gilts	0.77	0.79	0.30	0.30	0.70
China	2.1	2.8	2.5	2.0						
Nederland	1.6	2.7	1.5	1.6						
Beleidsrente	13/12/2019	+3M	2020e	2021e	Wisselkoersen	06/12/2019	13/12/2019	+3M	2020e	2021e
Federal Reserve	1.75	1.75	1.50	1.50	EUR/USD	1.10	1.11	1.12	1.16	1.20
European Central Bank	-0.50	-0.50	-0.60	-0.60	USD/JPY	108.6	109.4	104	112	116
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.31	1.33	1.24	1.35	1.42
Bank of England	0.75	0.75	0.75	0.75	EUR/GBP	0.84	0.83	0.90	0.86	0.85
People's Bank of China	4.15	4.10	3.85	3.60	USD/CNY	7.03	7.03	7.10	7.20	7.20

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden